

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 200442087

UDC \_\_\_\_\_

厦门大学

硕士学位论文

社保基金投资对上市公司业绩的影响

Social Security Fund's ownership and firm performance

邵立青

指导教师姓名: 邱崇明 教授

专业名称: 金融学

论文提交日期: 2009 年 3 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2009 年 3 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（      ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于  
年    月    日解密，解密后适用上述授权。

（      ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年    月    日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 内容摘要

本文利用全国社会保障基金 2004 年第二季度至 2007 年第二季度共 13 个季度投资资本市场的数据，对我国社保基金持股对公司业绩的影响进行量化研究，目的是为有关部门制订社保基金投资范围的管理政策提供实证依据。

论文首先运用相关性分析、对比检验分析社保基金持股比例、社保基金持股市值比例和公司业绩之间的关系。相关性分析表明，社保基金持股比例和社保基金持股市值比例与公司业绩之间的相关性都通过了显著性水平为 1% 的检验；而通过对比检验可以发现，社保基金投资 4 季度后，公司业绩较社保基金初始投资时的业绩有明显改善。

在上述分析的基础上，论文依次采用了固定效应模型、工具变量法来检验社保基金持股对公司业绩的影响。研究发现，固定效应模型能够得出社保基金持股与公司业绩之间为正相关，但不显著；经过工具变量法处理内生性问题后，虽然社保基金持股比例对公司业绩影响仍不显著，但  $t$  值较以前增大很多；从社保基金持股市值比例角度，可以看出社保基金投资对公司业绩有显著正面影响。因此，可以得出社保基金持股对公司业绩有正面促进作用的结论。

本文通过量化研究证明社保基金投资对公司业绩有正面影响，特别是提出研究此类问题时需要注意的内生性问题，为研究机构投资者，特别是社保基金与公司业绩之间的关系问题提供了一些依据。

**关键词：**全国社保基金；公司业绩；工具变量法

## Abstract

In order to offer some empirical evidences for some relevant sectors making investing ranges and strategic of social security funds, this study tests the impact of National Social Security Fund's (NSSF) ownership on firm performance, using a large sample of Q2 2004 – Q2007.

We firstly examine their relationship by correlation and contrast analysis. We find that they are statistically significant at 1% level related from the correlation matrix, and the firms' performance have been improved obviously after 1 year if they are invested by NSSF from the result of contrast analysis.

After the preliminary analysis above, we employ traditional model—fixed effect model to test their relationship. We find that the impact of NSSF on firm performance is positive but not significant. However, if the NSSF's ownership is persistent over time, the traditional model can't effectively mitigate the endogeneity problem between them. So, the instrumental variable method is used further to test their relationship. We find that, after solving the potential endogeneity problem, the impact of share ratio held by NSSF is still positive insignificant, but with much higher t value, almost significant at the level of 10%. However, the relationship between ratio held by NSSF measured from the market-value view, and firm performance is positively significant at 5% level. The result is robust to several measures of value ratio held by NSSF. Therefore, our finding supports that NSSF's ownership improves the firm performance.

This study quantitatively analyzes and shows that NSSF's ownership is beneficial to firm performance. Meanwhile, we must beware of the potential endogeneity problem when we study the relationship between institutional investor and firm performance.

**Key Words:** National Social Security Fund; Firm Performance; Instrumental Variable Method

# 目 录

<b>第一章 导 论</b>	<b>1</b>
第一节 研究对象的提出与研究意义	1
第二节 文献综述	2
第三节 社保基金参与公司治理提高公司绩效的理论分析	4
<b>第二章 我国社保基金体系介绍</b>	<b>11</b>
第一节 我国社会保障制度的建立和发展	11
第二节 我国社保基金体系的组成	12
<b>第三章 实证数据来源及基本模型设定</b>	<b>17</b>
第一节 数据来源说明	17
第二节 基本模型设定	18
第三节 基本模型变量说明	19
<b>第四章 基本模型分析</b>	<b>24</b>
第一节 描述性统计量	24
第二节 相关性分析	25
第三节 对比分析	27
第四节 固定效应模型	28
<b>第五章 工具变量法</b>	<b>31</b>
第一节 工具变量的选择	31
第二节 模型及估计结果	33
<b>第六章 结论</b>	<b>37</b>
<b>参考文献</b>	<b>39</b>

# Content

<b>Chapter 1 Introduction</b>	<b>1</b>
1.1 Research objective and meaning	1
1.2 Literature review	2
1.3 Theoretical analysis about the role of NSSF	4
<b>Chapter 2 Introduction to National Social Security System</b>	<b>11</b>
2.1 Establishment and development of National social Security System	11
2.2 Components of National social Security System	12
<b>Chapter 3 Data source and model specification</b>	<b>17</b>
3.1 Data source instruction	17
3.2 Model specification	18
3.3 Variables explanation	19
<b>Chapter 4 Basic model analysis</b>	<b>24</b>
4.1 Summary statistical analysis	24
4.2 Correlation analysis	25
4.3 Contrast analysis	27
4.4 Fixed effect model	28
<b>Chapter 5 Instrumental variable method</b>	<b>31</b>
5.1 Choice of instrumental variables	31
5.2 Model and estimations	33
<b>Chapter 6 conclusion</b>	<b>37</b>
<b>References</b>	<b>39</b>



## 第一章 导论

### 第一节 研究对象的提出与研究意义

在以美国为代表的西方发达国家，投资资本市场是养老金保值增值的必然选择，养老金已经成为资本市场最重要的投资者之一。从世界各国和地区的情况看，按照商业化方式运作社保基金，引导社保基金投资于证券市场，是一个必然的趋势和理性的选择。根据平安证券研究所课题组（2003）《社会保险资金入市问题研究》提供的资料，允许社会保险基金投资的国家，其保险基金投资比例一般为：公司股票 60%，公司债券 17%，政府债券 6%，短期贷款 3%，抵押贷款 11%，房地产 3%；在美国，养老基金占美国投资基金业的比重为 55%，各类养老基金是美国证券市场中的主要投资者。通常，国外养老基金占整个资本市场资金的 25%~45%，是一支绝对不可小视的力量。新兴市场中，随着养老体制改革和私有化发展，机构投资者持有的股份已达到能影响所有权结构的水平了。例如智利，养老基金已经成为该国大部分上市公司的重要少数权益股东。随着机构投资者规模的扩大和所持股份的增加，机构投资者纷纷放弃了一贯信奉的“华尔街准则”——用脚投票，开始积极参与上市公司的治理。很显然，随着机构投资者所持股份的增加，他们对公司治理、管理层决策甚至公司价值都会产生显著的影响。

近年来，随着我国证监会一系列关于发展机构投资者的文件及措施的出台，证券投资基金、社保基金、境外合格机构投资者（QFII）等已逐渐发展成为国内资本市场的主要力量，我国证券市场正经历投资者结构由中小投资者到机构投资者的历史变化。根据中国证监会和国家经贸委共同发布的《上市公司治理准则》第十一条规定：“机构投资者应在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用”。因此一些国内学者开始关注机构投资者对我国证券市场带来的深刻影响。但国内现有文献大多是研究机构投资者交易行为的特征及机构投资者是否能稳定证券市场等，或是介绍海外机构投资者参与公司治理的原因、方法和可能的经济结果以及对国内的借鉴作用；也有部分是研究证券投资基金持股比例与上市公司绩效关系的，很少关于社保基金与上市公司绩效关系影响的研究，

量化研究分析社保基金投资对公司业绩的影响则更少有人关注。为弥补这一缺憾，本文拟采用全国社会保障基金 2004 年 2 季度—2007 年 2 季度的投资数据，量化分析社保基金投资对公司业绩的影响，为有关部门制订社保基金投资范围的管理政策提供实证依据。

## 第二节 文献综述

关于机构投资者对公司治理及绩效的影响，目前还没有形成统一的定论，总体上存在三种不同的假说：

第一，有效监督假说，认为机构股东从消极到积极的战略转换可以强化企业内部监督机制，公司绩效与机构投资者持有的股权比例之间有正相关关系。Tim C. Opler 和 Jonathan Sokobin(1996)分析了 1991-1993 年间，96 家在机构投资者公会(Council of Institutional Investors)关注名单上的公司。他们利用累积额外收益及经营现金流量来衡量公司业绩，发现被投资公司成为投资对象之后一年，累积额外收益及经营获利能力显著改善，远胜于一般市场表现，表明机构投资者对上市公司的治理改革的积极参与将导致上市公司经营绩效的提高。Nesbitt(1994)分析了 42 家被 CalPERS(California Public Employees Retirement System 美国最大的公共年金基金)在 1987-1992 年间投资的公司的长期股价表现，以评估 CalPERS 的干预(包括：成立股东顾问委员会；改革高级职员薪酬委员会；施压增加独立非执行董事的数目)有否为股东提高股份价值。研究结果显示，以累积额外收益计算，CalPERS 的干预令获其收购的公司在收购后五年的业绩比标准普尔 500 指数高 41%。

第二，无效监督假说，认为机构股东的参与对公司业绩没有显著影响。Short Helen and Kevin Keasey(1997)总结了以前研究所发现的机构投资者和公司绩效之间的关系及机构投资者和管理层报酬与绩效关系这两者之间的联系。他们发现，由于不同的所有者利益间存在极其复杂的关系网，再加上信息评估方面的问题，机构投资者对公司的绩效影响并不明显。英国特许会计师协会曾经作过一次关于公司业绩、董事会成员和经理人员的报酬津贴以及机构投资者之间关系的实证研究，研究结果表明，如果独立地考虑其他股东的利益，机构对公司业绩没有影响。

第三，负面监督假说，认为机构股东的参与会对公司产生不利的影响，包括利益冲突假说和战略同盟假说。利益冲突假说认为，机构投资者和公司间存在着

其它有盈利性的业务关系，因此他们被迫投高管的票。战略同盟假说则认为，机构投资者和高管发现他们之间进行合作对双方来说是有利的，这种合作降低了机构投资者监督高管所产生的对公司价值的正效应。因此，利益冲突假说和战略同盟假说都预言公司价值与机构投资者持股比例存在着负相关关系。Coffee、Jayne Barnard、Robert Webb 等人的观点便是上述假说的典型代表，他们对机构投资者可以在改进公司治理结构中发挥积极作用持否定态度。在他们看来，机构投资者由于其资金性质上所要求的高流动性及盈利性，决定了其投资行为的短期性，因此大多采取分散投资的策略；公司高层管理人员亦对机构投资者评价不高，甚至存在敌意，这就对机构投资者有效发挥作用形成了内部壁垒。

由于我国机构投资者起步较晚，研究我国机构投资者与公司绩效关系的文献较少。姜伟采用 1998-2000 年的数据检验了基金持股与公司绩效之间的关系，发现基金持股比例与 Tobin'sQ 显著正相关，他猜测可能是基金参与了公司治理并改善了公司绩效。唐国琼、林莉（2007）用 2004—2006 年证券投资基金的重仓股数据对证券投资基金持股比例与上市公司绩效关系进行了实证分析，研究表明，证券投资基金持股比例与上市公司绩效呈现出一定的正相关性，而且随着股权的不断分散，机构投资者对公司绩效的影响会越来越显著。邵颖红、朱哲晗、陈爱军（2006）以证券投资基金作为我国机构投资者的代表，研究其持有上市公司股票的比例与公司治理以及公司业绩之间的关系，研究发现基金持股比例与公司业绩之间具有统计上的正相关关系、与董事会治理排名具有统计上的负相关关系。李维安、李滨（2008）对机构投资者（包括非货币型基金、保险资金、企业年金、财务公司、券商自营资金、QFII）介入公司治理效果进行了实证分析，研究表明：第一，随着我国股票市场发展和机构投资者规模与力量的壮大，机构投资者投资某一上市公司之后，不只是搭大股东的便车或者“用脚投票”，恰恰相反，积极投身到上市公司治理状况的改进之中，提升了上市公司的治理水平；第二，正是因为机构投资者介入到上市公司治理当中，上市公司治理状况得到改善，从而降低了上市公司的代理成本，使得机构投资者的付出得到了回报；第三，机构投资者投资某一上市公司后，确实使得上市公司的绩效水平得到了提高，特别是投资者非常关注的上市公司的收益能力；第四，市场比较看重机构投资者的作用，一旦机构投资者介入某一上市公司，上市公司的市场价值（股价）便会得到提升。

国内外已有的经验研究表明，总体上来说，机构投资者持股将对公司绩效和 market 价值产生一定的影响。就国内研究现状而言，对社保基金与资本市场的关系的研究多停留在介绍国外养老基金参与公司治理的原因、方法以及给我国的启示，定性研究多而定量研究少；对以证券投资基金为代表的机构投资者与上市公司绩效关系的实证研究相对较多，单独对社保基金投资的实证研究基本上还是空白。此外，由于内生性问题的存在，即无法判断是公司业绩改善而吸引社保基金的投资，还是因为社保基金投资而促进公司业绩的提高，因此未考虑这一内生性问题的研究方法一般都不够稳健，结论的可信度也不够高。目前国内此领域（广义上的机构投资者，而非独指社保基金）的研究基本上都没有考虑这一问题。一般解决因果问题的办法是用格兰杰因果检验和协整检验，但格兰杰因果检验和协整检验多用于宏观问题研究，需要数据时间序列比较长，且要求是平稳序列；对于微观问题的研究，根据数据特征，一般采用如最小二乘法、固定效应模型等。考虑到本文所研究对象的数据时间序列长度不够，而且影响公司业绩的因素很多，多因素的某一线性组合很难满足平稳的要求；加之前人文献采用的方法多为固定效应模型、工具变量法和随机效应模型，为了和前人的研究进行比较，因此本文拟采用固定效应模型和工具变量法来解决内生性问题。参考前人对机构投资者与上市公司绩效关系研究的基础，提出如下假设：

H0：社保基金持股对公司价值有正面影响。

### 第三节 社保基金参与公司治理提高公司绩效的理论分析

#### 一、机构投资者参与公司治理为何提高公司绩效

20 世纪 80 年代以前，占机构投资者主流的共同基金宁愿通过“华尔街准则——用脚投票”以减少其损失，也不愿介入公司治理，因此很多时候表现出不积极或不作为股东的特性；80 年代后，随着机构投资者实力的持续壮大和股权集中度的不断提高，“华尔街准则”越来越面临挑战。用脚投票事实上是公司不同股东之间的股权交易，它虽然可能会使股票的市场价格下跌，对公司经营者带来一定的股价压力，却不会将经营者驱逐出局，如果经营者对股东不负责任，甚至不会对公司的经营产生任何积极的影响；相反，持异议股东的离去，更能巩固原经营者的地位。因此，机构投资者在参与公司治理的实践中渐渐认识到“用脚投票”

是一种低效率的方式，主要表现在：第一，机构投资者投资规模庞大，在公司经营不善时，股票的流动性不佳，若要将手中的大量股票抛出，往往难以找到合适的买主；第二，即使能够找到买主接盘，也会在股票价格上作出较大的牺牲，从而使投资者蒙受不合理的损失。

对投资者投资一家上市公司而言，公司绩效的提升体现在两个方面，其一是被投资公司的财务业绩提升；其二是公司的市场价值（股价）得到提升。笔者认为，机构投资者通过参与公司治理能在以上两方面均对公司做出贡献。

虽然机构投资者不可能具有被投资公司在实业方面的经验和能力，一般其所介入的也不是具体决策内容，而是决策机制，但机构投资者往往具有与被投资公司管理层经验互补的信息和人才背景，在很多领域里对公司决策的支持有助于公司战略的实施，所以如果投资者中间能出现专业的、具有跟经理层互补背景的股东，经理人一般会持欢迎和积极的态度，进而形成稳定的所有者与经营者之间的关系；在此基础上，投资机构会致力于与公司管理者沟通，而不是保持距离或消极对待，并对公司的长期利益负责。由于机构投资者远比市场散户稳定，更能与公司形成一种持久关系，尽量提高公司的效率，保持公司长期稳定增长和积累竞争力。机构扮演的这种相对持久的角色能形成稳定的资金来源，进而形成稳定的经营氛围，使公司能持续地将精力集中于产品和市场开发、人员培训、技术创新以及长期增长，最终提高公司的财务业绩。

另一方面，机构投资者作为一个有实力的实体参与到公司治理当中，将为公司带来更多的信息，使更多方面的利益立场得到表述，决策的过程也会更加透明和明智，而且能对公司的经营决策行为进行有效的监督，最终使公司治理的运作机制从中获益。一般认为，公司市场价值（股价）是公司拥有的财务价值、人力资本、核心竞争力、无形资产等信息的充分反映，而不仅仅只是公司的财务账面价值的体现，同时它还易受短期心理因素波动及投机所致的“噪音”干扰。众多市场统计也表明了公司治理较好的公司会有较好的市场表现，除了公司治理对业绩的提升之外，投资者愿意为公司治理好的公司支付溢价也是一个非常重要的原因。因此机构投资者通过改善被投资公司的治理结构也能达到提升股价的目的。

基于上述问题的考虑，许多机构投资者开始放弃“用脚投票”的消极方式，而对公司事务表现出极大的关注，机构投资者开始介入公司治理，形成了机构法

人主导型公司治理。

## 二、 社保基金参与公司治理的动因分析

社保基金等机构投资者积极参与公司治理提高公司绩效也有理论上的依据。根据广发证券张万成的研究，理论上，只要参与公司治理所获收益大于监督成本，机构投资者就值得参与公司治理。假设  $P_a$  为机构投资者采取公司治理行动后目标公司的股价， $P_b$  为机构投资者采取公司治理行动前目标公司的股价， $C$  为机构投资者采取公司治理行动所要付出的总成本， $S$  为机构投资者持有的股份总数，在机构投资者仅考虑投资一种股票的情况下，如果： $P_a \geq P_b + C/S$ ，则机构投资者就会选择参与公司治理。究其原因，是因为参与公司治理的总成本  $C$  相对于机构投资者所持股份数而言是一个常数，随着机构投资者持有股份数量  $S$  的增大，每股治理成本  $C/S$  下降， $P_a \geq P_b + C/S$  的可能性便越大。由此可以认为，机构投资者参与公司治理的股数效应的本质是规模经济效应，这种效应使得机构股东更有动力参与公司治理。

进一步分析，在机构投资者投资多种股票的情况下，如果： $\sum_{i=1}^n P_{a_i} S_i \geq \sum_{i=1}^n P_{b_i} S_i + TC$ ，则机构投资者必定会选择参与公司治理。其中  $P_{a_i}$  和  $P_{b_i}$  分别为机构投资者采取公司治理行动后和采取公司治理行动前所持有的第  $i$  种股票的价格， $S_i$  为机构投资者持有第  $i$  种股票的数量， $TC$  为同一机构投资者为参与所有  $i$  家公司的治理所付出的成本。再令  $C_i$  为机构投资者单独参与第  $i$  家公司的治理所付出的成本，则由于公司治理专业知识和技能的可分享性，理论上，同一机构投资者参与公司治理的总成本  $TC$  肯定小于不同投资者分别单独参与每家公司治理的成本总和  $\sum C_i$ ，并且，被同一机构投资者持有股份的公司数量越多， $TC$  小于  $\sum C_i$  的幅度会越大。这就是机构投资者参与公司治理的“公司数效应”，这实际上揭示了国际资本市场上机构投资者积极执行“公司治理导向”投资战略的深层原因。

## 三、 社保基金参与公司治理的方法

社保基金可以通过内部治理机制发挥其在公司治理中的作用，主要是通过“三会”，即股东大会、董事会和监事会来进行。由于资金规模庞大，机构投资者一般持有上市公司较大比例的股权，有助于其成为积极股东。在购进公司股票以后，

机构投资者可以以公司重要股东的身份参加股东大会，向上市公司提出问题，对上市公司的运作发表评论，并向股东大会提出建议报告。较大的持股比例使机构投资者在股东会上拥有较多的表决权，其推选的董事和监事人选在股东大会获得表决通过的概率较高。借此，机构投资者可以直接参与公司在人事、财务以及发展战略等方面的重大决策；机构投资者还可以通过董事会或监事会监督大股东在董事会和经理层中的代理人，防止大股东之间的串谋行为，实现对大股东的有效制衡。

通过董事会提交议案是机构投资者利用正规渠道参与公司治理活动的最常见的方式。根据 Gillan 和 Starks（2000）的研究，在对 1987-1994 年 452 家美国企业的 2042 项有关公司治理结构提案所做的分析中，23%的提案来自于机构投资者，10%是由其他投资者联合提出的，剩余的 67%是由个人股东提出的。从提案的具体内容看，前两类股东的倾向类似，主要涉及经营者与股东的利益冲突问题，如废除反接管措施，改变投票规则，强化董事会的独立性；与此相对应，个人股东的提案类型较为分散。从提案的表决结果看，三类不同股东的提案获得通过的平均比例分别是 32.9%、38.2%和 18.5%。这表明机构投资者能够对公司治理结构产生实质性的影响。一般而言，机构投资者参与公司治理活动大致要经过下述五个阶段：第一阶段，机构投资者从所投资的企业中挑选出计划干预的目标；第二阶段，机构投资者向目标企业提交一份委托股东决议案和投票委托书；第三阶段是机构投资者与目标企业进行对话，机构投资者向目标企业解释为什么他们被选为目标企业，目标企业的行为应该如何；第四阶段，机构投资者与目标企业达成一个协议，这个协议既有可能在委托股东决议案表决之前，也有可能在其之后达成；第五阶段，机构投资者监控目标企业执行所达成的协议。对一家著名的机构投资者——全美教师保险及退休基金 TIAA-CREF（Teacher's Insurance and Annuity Association-College Retirement Equity Fund）所做的案例研究显示，多数情况下该机构都能与目标企业达成协议。在 1992-1996 年他所投资的 45 家企业中，有 71%（32 家）的企业在提案表决之前就已经达成协议，剩余 29%（13 家）的企业进行了抵制，于是不得不求助于表决，最终它和超过 90%的企业 42 家达成了协议，达成的协议中至少有 87%得到了实施。这表明机构投资者对公司治理结构的实际影响程度要比公开数据所显示的高得多。

当然美国的机构投资者对公司治理的参与和积极影响也并非一贯如此，美国公司的治理结构发展大致可分为两个阶段：第一阶段为 19 世纪末到 20 世纪 80 年代，由于股权分散化，经营者对公司的控制权不断扩大，当经营者和股东所有者的利益发生冲突时，经营者往往会损害股东所有投资者的利益；第二阶段为 20 世纪 80 年代以来，美国公司治理结构模式的核心是保护投资者或股东的利益，投资者可以通过资本市场更直接地约束经营者的行为，机构投资者放弃传统的华尔街规则，用脚投票转向用手投票，在企业经营目标上股东利益最大化被置于优先地位，经营者的收益与股东的收益直接挂钩。之所以发生上述变化，究其原因主要有以下几点：一是 80 年代以来随着政府管制放松（如格拉斯斯蒂尔法的废除使商业银行可从事证券业务）和证券市场的迅速机构化，机构投资者成为证券市场的主要投资者，上市公司的股东机构化趋势日益明显，相对于个人投资者，机构投资者参与公司治理的频率明显增加。Sias 和 Starks（1998）的研究发现，美国机构投资者的持股比例从 1980 年的 24.2% 上升到 1994 年的近 50%；二是董事会结构的变化。20 世纪 80 年代以来，由于相关证券监管部门的积极推动（如纽约证券交易所要求所在上市公司在董事会中设立一个全部由外部董事组成的内部审计委员会，以避免经营执行人员控制董事会和审计人员），美国公司的董事会构成发生了明显有利于股东的变化，董事会的规模明显下降，内部董事人数占比下降，独立董事的比例明显提高。由于独立董事和公司经营者没有利益关联，因此他们能较为客观和公正地评价、处理机构投资者参与公司治理的相关行为和议案，从而有效地提高公司的经营效率。

由于国内资本市场起步较晚，目前我国公司治理的环境与美国等发达国家相比还有较大差距，但是我们也不可妄自菲薄，否定成绩。早在 2001 年中国证监会就发布《关于在上市公司建立独立董事的指导意见》，明确规定各境内上市公司应当建立独立董事制度，在 2002 年 6 月 30 日前，董事会成员中应当至少包括 2 名独立董事；在 2003 年 6 月 30 日前，上市公司董事会成员中应当至少包括三分之一独立董事。2002 年，证监会和国家经贸委联合发布《上市公司治理准则》，其中第十一条规定：“机构投资者应在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用”，为国内的机构投资者主动参与公司治理提供了政策依据。自 1998 年国内第一只证券投资基金成立以来，机构投资的发展也是成绩斐然，仅以



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库